



Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

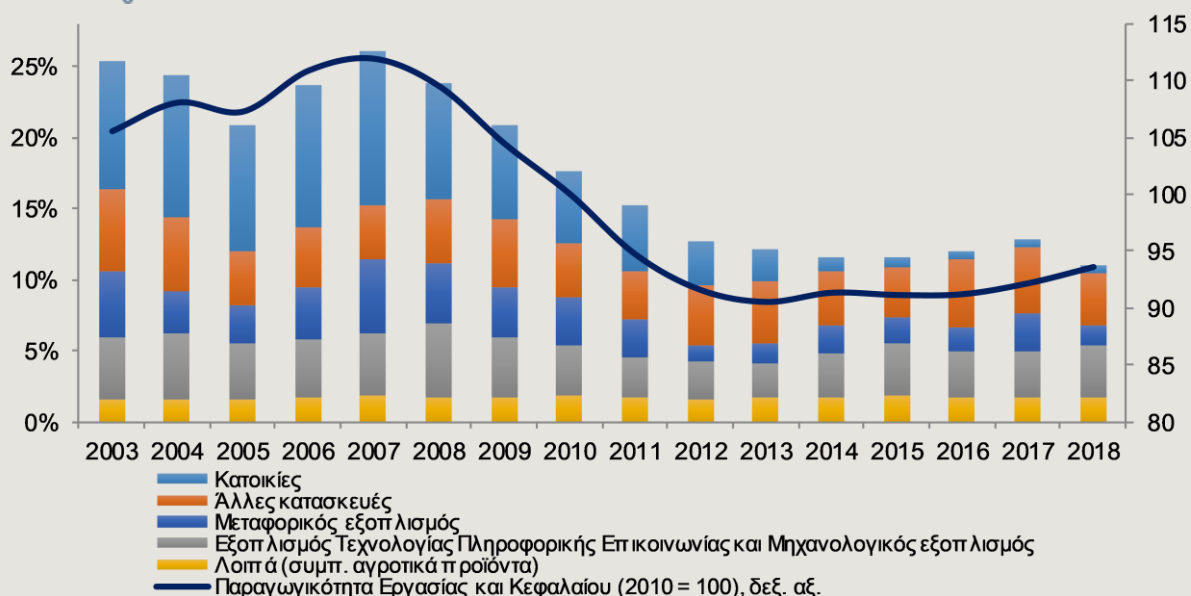
Προσαρμογή Συντελεστών ΦΠΑ και η Δυναμική της Οικονομικής Δραστηριότητας

Η επιστροφή της οικονομίας σε έναν υψηλό και διατηρήσιμο ρυθμό ανάπτυξης προϋποθέτει, εκτός των άλλων και την ενίσχυση του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου, ώστε να επανέλθουν οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στο προ κρίσης επίπεδό τους. Η μείωση των συντελεστών του φόρου προστιθέμενης αξίας (ΦΠΑ) στην εστίαση και την ενέργεια που ανακοίνωσε την προηγούμενη εβδομάδα το οικονομικό επιτελείο της κυβέρνησης μεταξύ των μέτρων άμεσης εφαρμογής, συνιστά ένα πρώτο βήμα τόνωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης και της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς η ελάττωση της έμμεσης φορολογίας στα προϊόντα των συγκεκριμένων κλάδων, μπορεί να ανακουφίσει σημαντικά τα νοικοκυριά και να ενδυναμώσει τη ζήτηση για τις ελληνικές επιχειρήσεις. Ωστόσο, η αναζωπύρωση της επενδυτικής δαπάνης και η δημιουργία νέων θέσεων πλήρους απασχόλησης προϋποθέτει ανάμεσα στα άλλα και τον περιορισμό της φορολογίας των εταιρικών κερδών, καθώς και τη μείωση των ασφαλιστικών εισφορών, έτσι ώστε να συμπιεσθεί το μη μισθολογικό κόστος των επιχειρήσεων, το οποίο λειτουργεί αποτρεπτικά για την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων.

Η επενδυτική δαπάνη κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης έχει συρρικνωθεί σημαντικά, φθάνοντας κατά μέσο όρο στο 12,4% του ΑΕΠ την περίοδο 2011-2018, από 24% κατά την περίοδο 2003-2007. Όπως απεικονίζεται στο Γράφημα 1, οι επενδύσεις σε κατοικίες έχουν υποστεί τη μεγαλύτερη πτώση σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες επενδύσεων και αποτελούν τον κύριο παράγοντα της μείωσης των συνολικών επενδύσεων. Αν και κατά τη διετία 2016-2017 οι συνολικές επενδύσεις στη χώρα ανέκαμψαν ελαφρώς, το 2018 μειώθηκαν κατά 12%, κυρίως λόγω της υποεκτέλεσης του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων, προκειμένου να εξοικονομηθούν πόροι για την επίτευξη των υψηλών δημοσιονομικών στόχων. Θετική εξέλιξη, ωστόσο, αποτελεί η άνοδος της επενδυτικής δαπάνης για κατοικίες το 2018, για πρώτη φορά από το

ΓΡΑΦΗΜΑ 1

Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου ανά κατηγορία (% ΑΕΠ) και Παραγωγικότητα συντελεστών παραγωγής



2007 (+17,2%). Επιπλέον, σύμφωνα με τις εαρινές προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής που δημοσιεύθηκαν την προηγούμενη εβδομάδα, εκτιμάται ότι το 2019 οι συνολικές επενδύσεις στη χώρα θα ανακάμψουν, με ετήσιο ρυθμό μεταβολής +10,1%.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι η μείωση των επενδύσεων συνοδεύεται, όπως είναι αναμενόμενο, από την αποδυνάμωση της παραγωγικότητας του κεφαλαίου και της εργασίας (total factor productivity), η οποία, ωστόσο, φαίνεται ότι ανακάμπτει σταδιακά τα τελευταία δύο χρόνια (2017: +1, 2018: +1,4 μονάδες αντίστοιχα).

Σε προηγούμενο [Εβδομαδιαίο Δελτίο \(βλ. 11/4/2019\)](#) είχε εκτιμηθεί ότι το επενδυτικό έλλειμμα που συσσωρεύθηκε κατά τη διάρκεια της ύφεσης προσεγγίζει τα 77 δισ. ευρώ, ποσό το οποίο απαιτεί πολλαπλές πηγές χρηματοδότησης για να καλυφθεί, όπως είχε επισημανθεί, καθώς και την ενεργοποίηση επενδύσεων από κλάδους που θα μπορούσαν να αποτελέσουν το βασικό όχημα ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, είναι κρίσιμος ο ρόλος ενός φιλικότερου επιχειρηματικού περιβάλλοντος και αποτελεσματικότερων θεσμών διακυβέρνησης, προκειμένου να τονωθούν οι ζωτικής σημασίας επενδύσεις για την επίτευξη υψηλών ρυθμών ανάπτυξης σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Άλλωστε, η πτώση της παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας που παρατηρείται στο Γράφημα 1, δεν αντανακλά μόνο την επίδραση του οικονομικού κύκλου, αλλά και τις τεχνολογικές εξελίξεις, καθώς και ποικίλους διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως είναι το θεσμικό πλαίσιο και οι συνθήκες στο «επιχειρείν». Η δημιουργία ενός φιλικότερου περιβάλλοντος που διευκολύνει την επιχειρηματικότητα μέσα από τις κατάλληλες φορολογικές και θεσμικές ρυθμίσεις είναι απαραίτητη προϋπόθεση για: (α) την προσέλκυση εγχώριων και ξένων επενδύσεων, (β) την ανάπτυξη υγιούς ανταγωνισμού μέσα από τη δημιουργία νέων και την επέκταση των υπάρχουσών επιχειρήσεων, (γ) τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας που θα λειτουργήσουν καταλυτικά στην επιστροφή του ανθρώπινου δυναμικού υψηλής εξειδίκευσης από το εξωτερικό (brain regain) και κατ'επέκταση (δ) την ενδυνάμωση της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής.

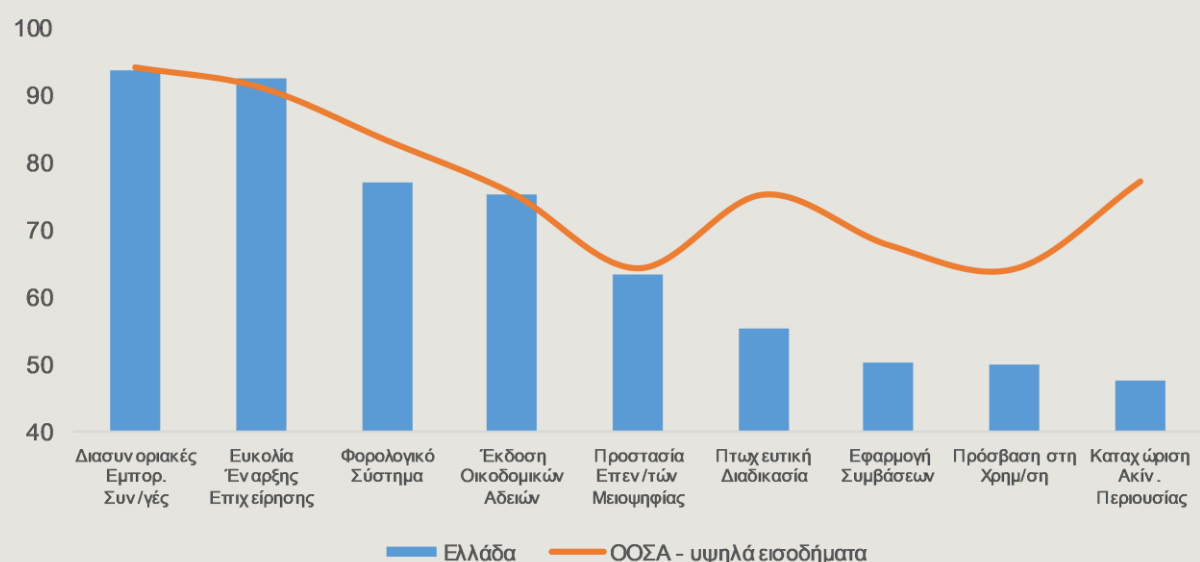
Η Σύνδεση Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων και Ανταγωνιστικότητας

Η περίοδος της ύφεσης στην Ελλάδα κατέδειξε την ανάγκη μετασχηματισμού του αναπτυξιακού προτύπου της χώρας, το οποίο πριν την κρίση στηριζόταν εν πολλοίς στην εγχώρια κατανάλωση και τις εισαγωγές. Η παρατεταμένη ύφεση της ελληνικής οικονομίας και η εφαρμογή των προγραμμάτων προσαρμογής ανέδειξε την ανάγκη βελτίωσης της εξωστρέφειας των ελληνικών επιχειρήσεων και την προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων. Σχετικές έρευνες, άλλωστε, τονίζουν τη σημασία της δημιουργίας ενός φιλικότερου επιχειρηματικού περιβάλλοντος, το οποίο θα τονώσει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και τις επενδύσεις.

Σύμφωνα με την πρόσφατη ετήσια Έκθεση της Παγκόσμιας Τράπεζας για την επιχειρηματική δραστηριότητα

ΓΡΑΦΗΜΑ 2

Δείκτης Ευκολίας Άσκησης Επιχειρηματικότητας (στοιχεία 2018) - Επιλεγμένοι Επιμέρους Δείκτες



Πηγή: Doing Business 2019, World Bank

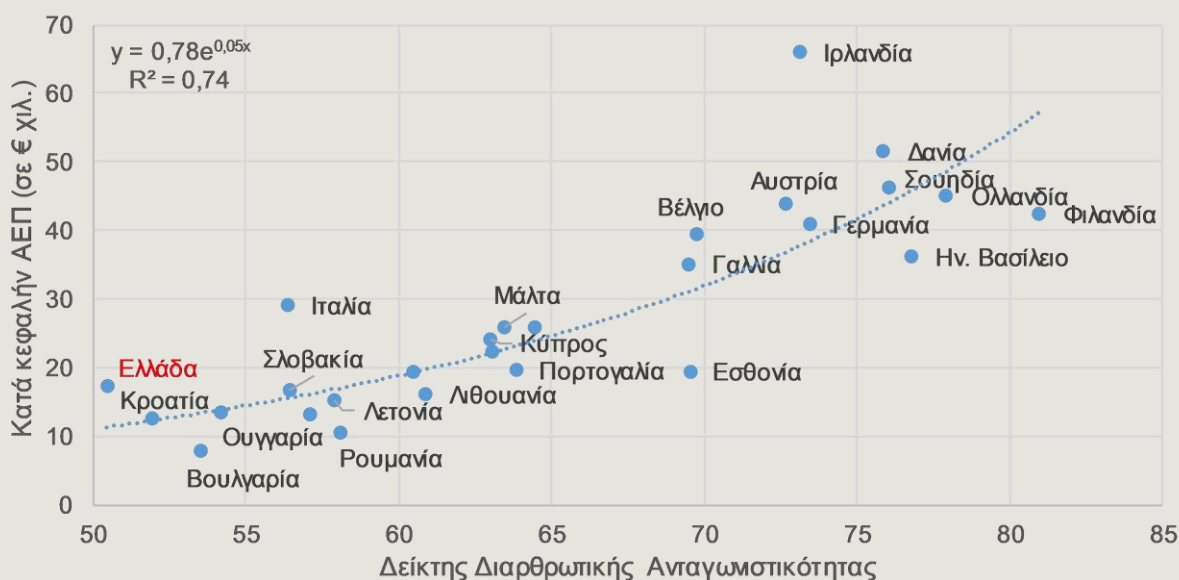
(Doing Business 2019) η Ελλάδα, με βάση το γενικό δείκτη «ευκολία άσκησης επιχειρηματικής δραστηριότητας», κατετάγη το 2018 στην 72η θέση μεταξύ 190 χωρών. Παρά την υποχώρηση κατά 5 θέσεις σε σύγκριση με το 2017, η πρόοδος που έχει επιτευχθεί σε σχέση με το 2010 είναι αξιοσημείωτη, καθώς η χώρα ανήλθε από τότε κατά 37 θέσεις (2010: 109η θέση σε σύνολο 183 χωρών). Η σημαντική αυτή πρόοδος αποδίδεται στην υλοποίηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο των προγραμμάτων προσαρμογής, οι οποίες σε συνδυασμό με τη συμπίεση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος - μέσω της πολιτικής «εσωτερικής υποτίμησης» - συνέβαλαν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Επιπροσθέτως, το επιχειρηματικό περιβάλλον ενισχύθηκε μέσα από σημαντικές νομοθετικές μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν για τη μείωση των εμποδίων στον ανταγωνισμό, τον εξορθολογισμό των διοικητικών διαδικασιών για την έναρξη μιας επιχείρησης και τη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου των νομοθετικά κατοχυρωμένων επαγγελματιών.

Από τους επιμέρους δείκτες της επιχειρηματικής δραστηριότητας για την Ελλάδα, οι περισσότεροι βρίσκονται σημαντικά υψηλότερα το 2018 σε σχέση με το 2010, ενώ τέσσερις εξ' αυτών έχουν προσεγγίσει το μέσο όρο των χωρών υψηλού εισοδήματος του ΟΟΣΑ (Γράφημα 2).

Πιο συγκεκριμένα, η μεγαλύτερη βελτίωση καταγράφεται στην «ευκολία έναρξης επιχείρησης», με τη χώρα να κατατάσσεται στην 44η θέση το 2018, από την 149η το 2010 ενώ η επίδοσή της (92,4 μονάδες) υπερβαίνει οριακά το μέσο όρο των χωρών υψηλού εισοδήματος του ΟΟΣΑ (91,2 μονάδες). Οι μεταρρυθμίσεις που υλοποιήθηκαν είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους έναρξης μιας νέας επιχείρησης, ενώ οι διαδικασίες εγγραφής νέων εταιρειών έχουν απλοποιηθεί και ψηφιοποιηθεί. Ως αποτέλεσμα, το 2018 τα στάδια για την έναρξη μιας επιχείρησης περιορίστηκαν στα 4 (από 15 το 2010), ενώ ο χρόνος για την έναρξη μιας επιχείρησης μειώθηκε στις 12,5 ημέρες (από 19 το 2010), με το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο να είναι μηδενικό.

Στους επιμέρους δείκτες για τις «διασυνοριακές εμπορικές συναλλαγές» (2018:31η θέση - 2010:84η θέση), την «προστασία επενδυτών μειοψηφίας» (2018:51η θέση - 2010:154η θέση) και την «έκδοση οικοδομικών αδειών» (2018:39η θέση - 2010:51η θέση), η Ελλάδα έχει επίσης προσεγγίσει τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ το 2018, παρουσιάζοντας αξιοσημείωτη άνοδο σε σχέση με το 2010.

Αντίθετα, στους δείκτες που αφορούν στο φορολογικό σύστημα, την πτωχευτική διαδικασία, την εφαρμογή συμβάσεων, την πρόσβαση σε χρηματοδότηση και την καταχώρηση ακίνητης περιουσίας, η χώρα κατατάσσεται χαμηλότερα από τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ. Η σταδιακή μείωση ωστόσο των φορολογικών συντελεστών στην εστίαση και την ενέργεια αναμένεται να βελτιώσει το 2019 το σχετικό δείκτη της έρευνας Doing Business, ενώ η επιτάχυνση της ένταξης των ακινήτων στο κτηματολόγιο αναμένεται να διευκολύνει σημαντικά τις επενδυτικές αποφάσεις. Τέλος, το διεθνές επενδυτικό κοινό δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο δείκτη «εφαρμογή συμβάσεων», ο οποίος μετράει το χρόνο και το κόστος επίλυσης μιας υπόθεσης πρώτου βαθμού, αξιολογώντας την αποτελεσματικότητα της επίλυσης διενέξεων. Στο συγκεκριμένο δείκτη, η Ελλάδα κατατάχθηκε χαμηλά το 2018, στην 132η θέση (2010: 88η θέση), με επίδοση σημαντικά κατώτερη (50 μονά-

ΓΡΑΦΗΜΑ 3
Δείκτης Διαρθρωτικής Ανταγωνιστικότητας 2018 και κατά κεφαλήν ΑΕΠ


Πηγή: Eurostat, World Economic Forum (Global Competitiveness Report 2018)

δες) του μέσου όρου του ΟΟΣΑ (68 μονάδες). Χαρακτηριστικό είναι ότι ο χρόνος διακπεραίωσης μιας δικαστικής υπόθεσης έχει σχεδόν διπλασιαστεί το 2018 σε σχέση με το 2010, φθάνοντας στις 1.580 ημέρες, επίπεδο πολύ υψηλότερο έναντι του μέσου όρου των χωρών του ΟΟΣΑ. Η Ελλάδα βρίσκεται ακόμη μακριά από ένα αποτελεσματικό, ευέλικτο και αυτοματοποιημένο δικαστικό σύστημα, το οποίο βοηθάει πολλαπλώς στην οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας. Προκειμένου να βελτιωθεί όμως η αποτελεσματικότητα του συστήματος απονομής δικαιοσύνης απαραίτητες προϋποθέσεις είναι: (α) η αύξηση υλικών πόρων και η αναβάθμιση του τεχνολογικού εξοπλισμού, (β) η περαιτέρω ενίσχυση του σκέλους των εξωδικαστικών συμβιβασμών και (γ) η απλοποίηση του νομοθετικού πλαισίου και ο περιορισμός της πολυνομίας.

Η Σημασία των Θεσμών και της Διαρθρωτικής Ανταγωνιστικότητας για την Ελληνική Οικονομία

Η ποιότητα των θεσμών και η προσήλωση στη μεταρρυθμιστική προσπάθεια αποτελούν κρίσιμους προσδιοριστικούς παράγοντες της δυνατότητας της οικονομίας να απορροφά τις διαταραχές του οικονομικού κύκλου. Η σύγχρονη οικονομική θεωρία (Acemoglu, D. "The rise of Europe: Atlantic trade, institutional change and economic growth", *American Economic Review*, 2005) υποστηρίζει ότι ο τρόπος λειτουργίας των θεσμών επηρεάζει τις θεμελιώδεις αποφάσεις των οικονομικών μονάδων που αφορούν στην κατανάλωση, την επένδυση και την παραγωγή. Σε συνδυασμό μάλιστα με τη διάρθρωση της οικονομίας προσδιορίζει το βαθμό αντίδρασης ενόψει μιας υφιστάμενης διαταραχής.

Έχει εκτιμηθεί εμπειρικά (Masuch, K., E. Moshhammer and B. Pierluigi (2017), "Institutions, public debt and growth in Europe", *Public Sector Economics*, τόμος 41) ότι οικονομίες με δύσκαμπτη λειτουργία παρουσιάζουν μικρότερο βαθμό ευελιξίας και προσαρμοστικότητας, καθώς οι αγκυλώσεις στην αγορά εργασίας και στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών εμποδίζουν την ανακατανομή των παραγωγικών συντελεστών από τομείς που φθίνουν σε περισσότερο παραγωγικούς τομείς, περιορίζοντας τη συνολική παραγωγικότητα και τις αναπτυξιακές δυνατότητες. Οι αγκυλώσεις στην αγορά εργασίας, οι οποίες περιλαμβάνουν συνήθως ακαμψίες μισθών και αυστηρές πολιτικές προστατευτισμού, δεν επιτρέπουν την εύκολη και γρήγορη προσαρμογή της εργασίας με αποτέλεσμα την υψηλή ανεργία σε περιόδους ύφεσης. Κατ' αντιστοιχία, οι δυσκαμψίες στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών ενισχύουν συνήθως τον προστατευτισμό σε βάρος του ανταγωνισμού, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση υψηλών τιμών, τη χαμηλή ποιότητα των παραγόμενων αγαθών, την απροθυμία ανάληψης επιχειρηματικού κινδύνου και το μειωμένο ενδιαφέρον για στήριξη της καινοτομίας και της τεχνολογικής προόδου. Συνέπεια των διαρθρωτικών ευπαθειών είναι η μειωμένη ανθεκτικότητα της οικονομίας στις εξωγενείς διαταραχές και η δυσκολία απορρόφησης των κραδασμών που προκαλούν.

Στο Γράφημα 3 απεικονίζεται η σχέση μεταξύ του Δείκτη Διαρθρωτικής Ανταγωνιστικότητας (World Economic Forum - Global Competitiveness Report 2018) και του κατά κεφαλήν ΑΕΠ για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ-28). Ο Δείκτης Διαρθρωτικής Ανταγωνιστικότητας (0,100) αποτελείται από 12 επιμέρους πυλώνες, μεταξύ των οποίων το θεσμικό πλαίσιο, οι υποδομές, η σταθερότητα του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, η ενσωμάτωση νέων τεχνολογιών, η καινοτομία, η αγορά εργασίας, η αγορά προϊόντων κ.α. Εν γένει καταγράφεται ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ της διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας και του κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Έτσι, οι ισχυρές οικονομίες της Ευρώπης όπως η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά και οι χώρες της Βόρειας Ευρώπης (Δανία, Φιλανδία, Ολλανδία), τοποθετούνται στην πάνω - δεξιά γωνία του γραφήματος. Είναι αξιοσημείωτο ότι η Ελλάδα, παρά το γεγονός ότι έχει έναν πολύ χαμηλότερο δείκτη διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας σε σχέση με την Πορτογαλία, διαθέτει το ίδιο περίπου επίπεδο κατά κεφαλήν εισοδήματος.

Ωστόσο, σύμφωνα με το συγκεκριμένο δείκτη, η Ελλάδα βρίσκεται χαμηλότερα στην κατάταξη διαρθρωτικής ανταγωνιστικότητας μεταξύ των χωρών της ΕΕ και στην 57η θέση (από 140 χώρες) σε παγκόσμιο επίπεδο. Ως προς τους επιμέρους δείκτες, η Ελλάδα φαίνεται να υστερεί σημαντικά στο θεσμικό πλαίσιο (επίδοση 50/100 μονάδες, 87η θέση παγκοσμίως), την επιχειρηματική δυναμική (58/100 μονάδες, 72η θέση) και σε θέματα αγοράς εργασίας (52/100, 107η θέση).

Τραπεζική Χρηματοδότηση του Ιδιωτικού Τομέα

Το υπόλοιπο των χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα διαμορφώθηκε στα €165,0 δισ. τον Μάρτιο, παρουσιάζοντας οριακά αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής¹ της τάξης του -0,6%. Από το σύνολο των πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα, το 47% αφορά επιχειρηματικά δάνεια, το 34% στεγαστικά δάνεια, το 12% καταναλωτικά και λοιπά δάνεια και το 7% δάνεια προς ελεύθερους επαγγελματίες (συμπ. των αγροτών και των ατομικών επιχειρήσεων) (Γράφημα 4).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων ανά Κλάδο Δραστηριότητας

(Υπόλοιπα σε δισ.€ ^{1,2})	Ιαν.2019	Φεβ.2019	Μαρ.2019
Σύνολο	82,3	82,9	78,4
(%) 12μηνη μεταβολή	0,2%	1,0%	1,0%
I. Μη-Χρηματοπιστωτικές Επιχ.	76,1	76,6	72,0
	0,5%	1,6%	1,6%
Γεωργία	1,2	1,2	1,2
	4,9%	3,5%	0,7%
Βιομηχανία	17,2	17,1	16,9
	-0,1%	0,4%	0,7%
Εμπόριο	16,3	16,4	16,4
	-0,4%	-0,4%	-0,9%
Τουρισμός	7,2	7,3	7,3
	3,5%	4,2%	4,3%
Ναυτιλία ³	7,9	8,0	3,6
	1,6%	1,5%	2,0%
Κατασκευές	7,8	7,7	7,6
	-1,1%	-0,9%	-0,2%
Ενέργεια-Υδρευση	5,0	5,0	5,0
	7,3%	8,0%	9,1%
II. Ασφαλιστικές Επιχ. και Λοιπά	6,1	6,2	6,4
	-4,5%	-5,8%	-5,6%

¹ Στα υπόλοιπα περιλαμβάνονται τα δάνεια και οι τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα, ανεξάρτητα από το αν έχουν πλοσιποιηθεί.

² Περιλαμβάνεται και η χρηματοδότηση από την Τράπεζα της Ελλάδος. Από τον Δεκέμβριο του 2016, δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

Καταθέσεις και Repos Ιδιωτικού Τομέα

(Υπόλοιπα και καθαρές ροές, εκατ. € ⁴)	Ιαν.2019	Φεβ.2019	Μαρ.2019
Σύνολο	132.932	132.185	133.444
% Ετήσια Μεταβολή	6,2%	5,5%	5,6%
Μηνιαία Καθαρή Ροή	-1547	-789	-789
Νοικοκυριά	109.422	109.733	110.326
% Ετήσια Μεταβολή	6,2%	5,9%	5,4%
Μηνιαία Καθαρή Ροή	-539	277	519
Καταθέσεις όψεως	12.757	12.891	12.990
Ταμειευτηρίου	52.107	52.329	52.606
Προθεσμίας (συμπ. Repos)	44.558	44.513	44.730
Επιχειρήσεις	23.511	22.451	23.118
% Ετήσια Μεταβολή	6,4%	3,7%	6,5%
Μηνιαία Καθαρή Ροή	-1008	-1065	762
Καταθέσεις όψεως	18.102	17.011	17.567
Προθεσμίας (συμπ. Repos)	5.409	5.440	5.551

³ Από τον Μάρτιο 2019, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας.

⁴ Δεν περιλαμβάνεται η Τράπεζα της Ελλάδος Επίσης, από τον Δεκέμβριο του 2016, δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

Συγκεκριμένα, το υπόλοιπο των χορηγήσεων προς τις επιχειρήσεις τον Μάρτιο μειώθηκε σε σχέση με τον Φεβρουάριο (€ 82,9 δισ.) και διαμορφώθηκε στα € 78,4 δισ., εκ των οποίων τα € 72,0 δισ. αποτελούν πιστώσεις προς μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (+1,6% σε ετήσια βάση) και τα € 6,4 δισ. πιστώσεις προς ασφαλιστικές επιχειρήσεις και λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (-5,6% σε σύγκριση με τον Μάρτιο του 2018).

Ός προς την ανάλυση ανά κλάδο δραστηριότητας, σημειώθηκε αύξηση της χρηματοδότησης στη Γεωργία, τη Βιομηχανία, τον Τουρισμό, τη Ναυτιλία και την Ενέργεια (Πίνακας 1). Αντίθετα, μείωση σε ετήσια βάση καταγράφηκε στις χορηγήσεις προς τις επιχειρήσεις του Εμπορίου, των Κατασκευών και των Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων. Σημειώνεται δε ότι από τον Μάρτιο, τα δάνεια προς τις ναυτιλιακές εταιρείες με καταστατική έδρα στο εξωτερικό δεν περιλαμβάνονται πλέον στη χρηματοδότηση της εγχώριας οικονομίας.

Αναφορικά με τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, το υπόλοιπό τους διαμορφώθηκε στα € 75,5 δισ., σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 2,3%. Όσον αφορά τις επιμέρους κατηγορίες, τα στεγαστικά δάνεια, τα οποία αποτελούν το 74,4% του συνόλου των δανείων προς τα νοικοκυριά, μειώθηκαν κατά 2,9% σε ετήσια βάση, ενώ τα καταναλωτικά δάνεια υποχώρησαν λιγότερο, κατά 0,7%. Τέλος, οι πιστώσεις προς τους ελεύθερους επαγγελματίες, τους αγρότες και τις ατομικές επιχειρήσεις υποχώρησαν κατά 1,4%.

Τραπεζικές Καταθέσεις Ιδιωτικού Τομέα

Οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα παρουσίασαν τον Μάρτιο ετήσια αύξηση κατά 5,6%, διατηρώντας τον ίδιο ρυθμό μεταβολής του Φεβρουαρίου², και διαμορφώθηκαν στα €133,4 δισ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται εν πολλοίς στην αύξηση των καταθέσεων των νοικοκυριών κατά 5,4% σε ετήσια βάση, αφού αποτελούν το 83% των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα (στα €110,3 δισ.), ενώ ανοδικά κατά 6,5% κινήθηκαν και οι καταθέσεις των επιχειρήσεων (Πίνακας 5). Αξιοσημείωτη ωστόσο είναι η μηνιαία αύξηση των καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα κατά €1,28 δισ., η οποία οφείλεται στην άνοδο των επιχειρηματικών καταθέσεων (+€762 εκατ.) και των καταθέσεων των νοικοκυριών (+€519 εκατ.).

Το σύνολο των καταθέσεων κατοίκων εσωτερικού στο τραπεζικό σύστημα, το οποίο περιλαμβάνει εκτός από τις καταθέσεις των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και τις καταθέσεις της Γενικής Κυβερνήσεως, διαμορφώθηκε τον Μάρτιο στα €150,6 δισ., έναντι €150,2 δισ. τον προηγούμενο μήνα.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4

Διάρθρωση Χρηματοδότησης και εξέλιξη καταθέσεων του Ιδιωτικού Τομέα, Μάρτιος 2019



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

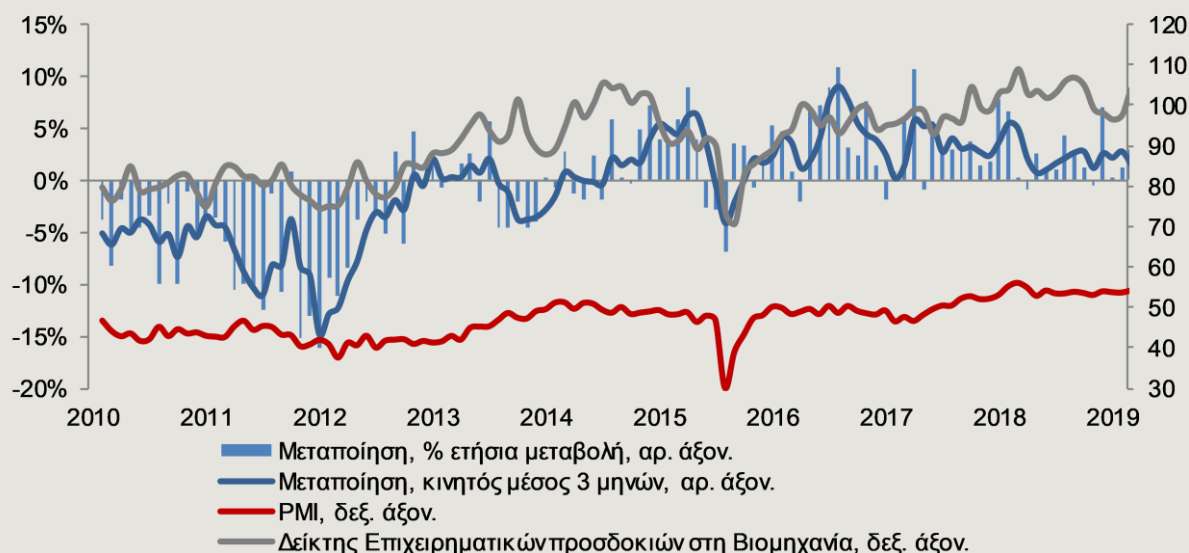
Η εξέλιξη του δείκτη PMI – Απρίλιος 2019

Σύμφωνα με τα στοιχεία της έρευνας της IHS Markit, ο μηνιαίος Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών για τον τομέα της μεταποίησης (Purchasing Managers' Index PMI) διαμορφώθηκε τον Απρίλιο του τρέχοντος έτους στις 56,6 μονάδες, από 54,7 μονάδες τον Μάρτιο, στην υψηλότερη επίδοσή του από τον Ιούνιο του 2000 (Γράφημα 5). Ο εν λόγω δείκτης βρίσκεται πάνω από τις 50 μονάδες επί 23 διαδοχικούς μήνες, γεγονός που υποδηλώνει ότι ο κλάδος της μεταποίησης είναι σε φάση ανάπτυξης. Η άνοδος του δείκτη PMI τον Απρίλιο αποδίδεται κυρίως στην αύξηση της παραγωγής και των νέων παραγγελιών, καθώς και στην άνοδο της απασχόλησης.

Ειδικότερα, τον Απρίλιο η παραγωγή αυξήθηκε με τον υψηλότερο ρυθμό που έχει καταγραφεί από τον Οκτώβριο του 2007, ενώ και οι νέες παραγγελίες συνέχισαν να αυξάνονται, λόγω της εντονότερης ζήτησης από τους υφιστάμενους και τους νέους πελάτες εσωτερικού και εξωτερικού. Ως εκ τούτου, αυξήθηκαν οι αγορές εισροών και μειώθηκαν τα αποθέματα των πρώτων υλών και των έτοιμων προϊόντων. Η συνεχής αύξηση των νέων εργασιών, καθώς και η μεγαλύτερη ζήτηση από τους πελάτες εσωτερικού και εξωτερικού ενίσχυσαν την αισιοδοξία των υπευθύνων παραγωγής του κλάδου ως προς την αύξηση της μελλοντικής παραγωγής, με το σχετικό υποδείκτη να διαμορφώνεται στο υψηλότερο επίπεδο του από τον Ιούλιο του 2012.

Όσον αφορά τις τιμές, οι εταιρείες του μεταποιητικού τομέα αύξησαν περαιτέρω τις τιμές των εργοστασίων τους, με τον υψηλότερο ρυθμό που έχει καταγραφεί από τον Σεπτέμβριο του 2018, παρά τη βραδύτερη αύξηση του κόστους εισροών.

Τέλος, η απασχόληση στον κλάδο της μεταποίησης έχει αυξηθεί σημαντικά, με το ρυθμό δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας να είναι ο ιστορικά υψηλότερος που έχει καταγραφεί από την αρχή της έρευνας του PMI το 1999.

ΓΡΑΦΗΜΑ 5
Εξέλιξη Δείκτη Μεταποιητικής Παραγωγής και Δείκτη Υπευθύνων για τις Προμήθειες (PMI Markit)

 Πηγή:
IHS Markit

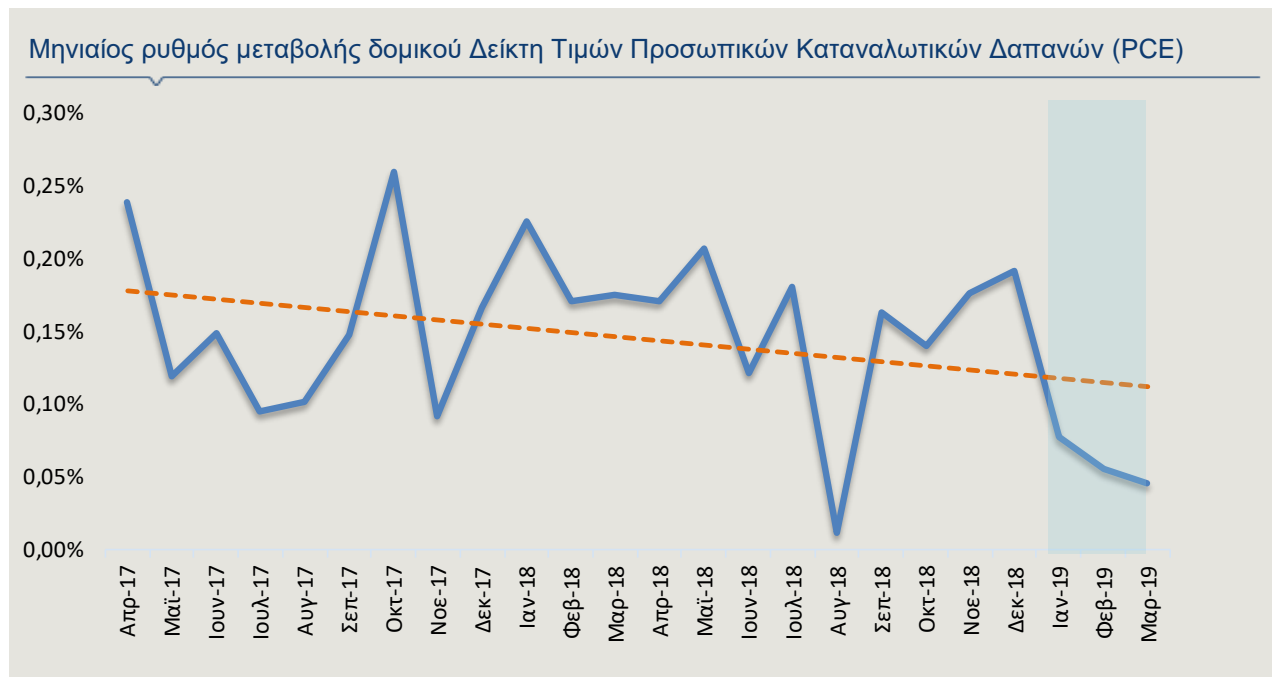
ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ
ΗΠΑ: Απομακρύνεται το ενδεχόμενο μείωσης των επιτοκίων της Fed
Η Fed υπογραμμίζει την ανθεκτικότητα της αμερικανικής οικονομίας

Η Επιτροπή Νομισματικής Πολιτικής (FOMC) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (Fed) των ΗΠΑ στην πρόσφατη συνεδρίασή της, αγνοώντας τις παροτρύνσεις του Αμερικανού προέδρου για μείωση των επιτοκίων, διατήρησε με ομόφωνη απόφαση, το εύρος του βασικού της επιτοκίου μεταξύ 2,25%-2,50%, επισημαίνοντας τον ισχυρό ρυθμό της οικονομικής επέκτασης, τις ευνοϊκές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά εργασίας και την παραμονή του πληθωρισμού πλησίον του συμμετρικού στόχου του 2%. Ο επικεφαλής της Fed αναφερόμενος στον υψηλό ρυθμό ανόδου (+3,2%) που κατέγραψε το ΑΕΠ στο πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους, επισήμανε τους χαμηλούς ρυθμούς αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων. Παρ' όλα αυτά, εξέφρασε την αισιοδοξία του για τις προοπτικές της οικονομίας, καθώς τα πρόσφατα οικονομικά δεδομένα υποδηλώνουν, ότι οι προαναφερθείσες συνιστώσες του ΑΕΠ θα κινηθούν υψηλότερα, με αποτέλεσμα οι εμπειρογνώμονες της ομοσπονδιακής τράπεζας να λαμβάνουν την υψηλή μέτρηση του πρώτου τριμήνου ως θετικό σιγνό για την περαιτέρω ισχυροποίηση της οικονομίας. Επιπροσθέτως, όπως χαρακτηριστικά σχολίασε ο επικεφαλής της Fed, οι εξωτερικοί κίνδυνοι για την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών έχουν μετριασθεί, καθώς υπάρχουν ενδείξεις μη επιδείνωσης της οικονομικής δραστηριότητας σε Ευρώπη και Κίνα λόγω της προόδου των διαπραγματεύσεων μεταξύ ΕΕ και Ηνωμένου Βασιλείου για την συμφωνία της αποχώρησής του αλλά και της διαφαινόμενης επίλυσης των εμπορικών διαφορών μεταξύ ΗΠΑ-Κίνας.

Ο πληθωρισμός δεν αποτελεί άμεση απειλή

Σύμφωνα με τον πρόεδρο της ομοσπονδιακής τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών, οι διακυμάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας, αποτελούσαν στο παρελθόν σημαντικές ενδείξεις που αξιολογούνταν προκειμένου να διαπιστωθεί χρονικά η ανάγκη μείωσης των επιτοκίων. Ωστόσο, στην παρούσα συγκυρία λόγω ιδιαιτεροτήτων του τρέχοντος οικονομικού κύκλου δεν ενδείκνυται η σύγκριση του με άλλους του παρελθόντος. Αξίζει να επισημανθεί, ότι η FOMC στην τελευταία συνεδρίασή της, δεν έλαβε σοβαρά υπόψη, ότι ο ρυθμός μεταβολής του δομικού Δείκτη Τιμών Προσωπικών Καταναλωτικών Δαπανών (Core Personal consumption expenditures³ - PCE) – η εξέλιξη του παρακολουθείται στενά από τη Fed και μέχρι πρότινος διαδραμάτιζε ουσιαστικό ρόλο στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής- κατέγραψε το πρώτο τρίμηνο του 2019 σημαντική επιβράδυνση (Γράφημα 6).

ΓΡΑΦΗΜΑ 6



Πηγή:
Bloomberg

Αντιθέτως, διαπιστώθηκε ότι ο πρόεδρος της Fed υιοθέτησε τη γενική άποψη περί διατήρησης του πληθωρισμού σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα στο 2%. Στην επιχειρηματολογία του περί αποφυγής μείωσης των επιτοκίων, ο επικεφαλής της ομοσπονδιακής τράπεζας ανέφερε, ότι η αμερικανική οικονομία έχει οδηγηθεί σε συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης με αποτέλεσμα σε απώτερο χρόνο, να ενισχυθούν οι πληθωριστικές πιέσεις. Παράλληλα, χρησιμοποίησε παραδείγματα παροδικών χαμηλών τιμών που επιδρούν στο δομικό Δείκτη Τιμών Προσωπικών Καταναλωτικών Δαπανών όπως οι τιμές ένδυσης, οι τιμές των αεροπορικών εισιτηρίων και οι τιμές υπηρεσιών διαχείρισης κεφαλαίων εξαιτίας των επιδόσεων των χρηματαγορών στη διάρκεια του τετάρτου τριμήνου του 2018. Η ομοσπονδιακή τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών εκτιμά, ότι η διατήρηση του δομικού δείκτη PCE σε χαμηλά επίπεδα είναι κομβικής σημασίας, με αποτέλεσμα να παρακολουθούνται στενά οι οικονομικές εξελίξεις, καθώς θα πρέπει να υπάρξει μια «παρατεταμένη περίοδος» ασθενούς πληθωρισμού, προκειμένου να αποδειχθεί ότι οι χαμηλές τιμές σε συγκεκριμένες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών δεν αποτελούν συγκυριακό φαινόμενο. Ωστόσο στην περίπτωση αυτή η Fed, θα πρέπει να προσδιορίσει στην επενδυτική κοινότητα, το μέγεθος της «παρατεταμένης περιόδου». Λαμβάνοντας υπόψη τα σχόλια του προέδρου της Fed εξάγεται το συμπέρασμα, ότι στην παρούσα οικονομική συγκυρία η ομοσπονδιακή τράπεζα δεν έχει κάποιο ιδιαίτερο λόγο μεταβολής των επιτοκίων προς οποιαδήποτε κατεύθυνση.

Fed: Ενδεχόμενη αλλαγή του τρόπου παρακολούθησης των τιμών του πληθωρισμού

Η πρόσφατη κίνηση της FOMC να μη δώσει τη δέουσα βαρύτητα στο δομικό δείκτη PCE έχει εκληφθεί από τους επενδυτές ως προάγγελος αλλαγής του τρόπου παρακολούθησης των τιμών από την ομοσπονδιακή τράπεζα; Η Fed ενδεχομένως να δοκιμάσει και άλλα βοηθητικά εργαλεία στη νομισματική της πολιτική. Άλλωστε, η προκάτοχος του σημερινού επικεφαλής της ομοσπονδιακής τράπεζας, χρησιμοποιούσε στη διάρκεια της θητείας της μια ομάδα δεικτών για την καταγραφή των μεταβολών τιμών και μισθών και όχι μόνο ένα δείκτη. Έτσι, το σημερινό πλαίσιο υποστήριξης της νομισματικής πολιτικής με έμφαση στο δομικό δείκτη PCE και η ενίσχυση του με εναλλακτικούς δείκτες που εξαλείφουν προσωρινούς και εξωγενείς παράγοντες,

δεν θα αποτελέσει μια καινούργια εξέλιξη. Ωστόσο, θα βοηθήσει τους επενδυτές να κατανοήσουν με καλύτερο τρόπο τα εργαλεία που χρησιμοποιεί η ομοσπονδιακή τράπεζα για την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής.

Με γνώμονα την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των τιμών, έχει βαρύνουσα σημασία η εξέλιξη του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) ή του δομικού Δείκτη Τιμών Ατομικής Καταναλωτικής Δαπάνης (PCE);

Η εξέλιξη του ΔΤΚ σχετίζεται με τον αποπληθωρισμό των ομολογιακών αποδόσεων ενώ λαμβάνεται σοβαρά υπόψη στη διαδικασία πολλών διαπραγματεύσεων και συμβάσεων εργασίας. Ωστόσο, ο ΔΤΚ δεν αποτελεί το προτιμώμενο εύρος πληθωρισμού για τη Fed η οποία παραδοσιακά δίδει έμφαση στον αποπληθωριστή τιμών για τις συνολικές καταναλωτικές δαπάνες (PCE) και ειδικότερα στο δομικό στοιχείο, το οποίο δεν λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές των τιμών σε διατροφή και ενέργεια. Η επιλογή του PCE στηρίζεται στο γεγονός ότι περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα τιμών, (πχ ιατρική περίθαλψη) ενώ ο ΔΤΚ περιλαμβάνει μόνο τις δαπάνες των νοικοκυριών. Σε γενικές γραμμές ο δομικός δείκτης PCE καταγράφει τις μεταβολές των δαπανών σε σχέση με τις μεταβολές των τιμών και των εισοδημάτων ταχύτερα και ακριβέστερα από το ΔΤΚ.

Το κατά πόσο η Fed έχει εισέλθει σε μια περίοδο διαφορετικής προσέγγισης του τρόπου παρακολούθησης του πληθωρισμού όπως εφαρμόζουν άλλες κεντρικές τράπεζες όπως του Καναδά και της Αυστραλίας, μέλλει να αποδειχθεί στην επόμενη συνεδρίαση της Επιτροπής Νομισματικής Πολιτικής στις 18-19 Ιουνίου. Μια εναλλακτική προσέγγιση θα μπορούσε να αποτελέσει ένας μέσος όρος πληθωρισμού για τον πολυετή στόχο ή ένα εύρος στόχου για τον πληθωρισμό αντί του συμμετρικού στόχου του 2%, το οποίο θα μπορούσε να είναι κυμαίνεται μεταξύ 1%-3%.

Η απομάκρυνση της πιθανότητας μείωσης των επιτοκίων σηματοδοτεί την αλλαγή σχήματος της καμπύλης αποδόσεων κρατικών τίτλων

Στις ΗΠΑ, τα νοικοκυριά εμφανίζουν σε γενικές γραμμές μια ικανοποιητική χρηματοπιστωτική εικόνα. Οι επιχειρήσεις εκτός χρηματοοικονομικού τομέα παρουσιάζουν υψηλή μόχλευση που ενδεχομένως προκαλεί έναν προβληματισμό. Τέλος, η μόχλευση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πολύ χαμηλή. Σε γενικές γραμμές η αμερικανική οικονομία δεν εμφανίζει ιδιαίτερα τρωτά σημεία. Η καμπύλη αποδόσεων των κρατικών τίτλων του αμερικανικού Δημοσίου θα αρχίσει να επαναξιολογεί την πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων και να αρχίσει ο σταδιακός εξορθολογισμός του σχήματος της. Ήδη, η αγορά προθεσμιακών συμβολαίων (WIRP Bloomberg May 9, 2019) προσδιόριζε την πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων για τον ερχόμενο Δεκέμβριο στο 59% από 77% που ήταν στις 27 Μαρτίου 2019. Όπως, είχαμε αναφερθεί εκτενώς στο [Εβδομαδιαίο Δελτίο της 3/4/2019](#), η απόδοση του τριμηνιαίου κρατικού τίτλου ήταν υψηλότερη από εκείνη του 10ετούς κρατικού ομολόγου, με αποτέλεσμα πολλοί επενδυτές να ισχυρίζονται ότι η αντιστροφή αποτελεί προπομπό μιας νέας οικονομικής ύφεσης. Ωστόσο, οι αλλαγές του σχήματος της καμπύλης αποδόσεων από μόνες τους δεν προκαλούν μια οικονομική κρίση. Άλλωστε στο παρελθόν διάφορα τμήματα της καμπύλης αποδόσεων εμφάνισαν αντιστροφές, κυρίως λόγω των ανισορροπιών μεταξύ προσφοράς και ζήτησης που προήλθε από τον περιορισμό του χαρτοφυλακίου της Fed. Αξίζει να αναφερθεί ότι από την 1^η Απριλίου η απόδοση του τριμηνιαίου κρατικού τίτλου έχει αρχίσει οριακά να υπολείπεται της αντίστοιχης του 10ετούς κρατικού ομολόγου, με αποτέλεσμα να ομαλοποιείται το σχήμα της καμπύλης αποδόσεων. Ωστόσο, οι οικονομικές εξελίξεις στις προσεχείς εβδομάδες θα καθορίσουν σε σημαντικό βαθμό την ταχύτητα ομαλοποίησης της καμπύλης αποδόσεων.

ΗΠΑ

ΑΕΠ

Σύμφωνα με την (πρώτη) εκτίμηση του Bureau of Economic Analysis (BEA), στο πρώτο τρίμηνο του 2019, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ ανήλθε στο 3,2% σε ετήσια βάση (Γράφημα 7) έναντι 2,2% στο τέταρτο τρίμηνο του 2018. Η δεύτερη εκτίμηση θα δημοσιοποιηθεί στις 30 Μαΐου. Κινητήριες δυνάμεις της αναπτυξιακής διαδικασίας αποτέλεσαν:

Πρώτον, οι ιδιωτικές επενδύσεις, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 5,1% σε ετήσια βάση, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,92 εκατοστιαίες μονάδες, από 0,66 της εκατοστιαίας μονάδας που ήταν στο προηγούμενο τρίμηνο.

Δεύτερον, οι δημόσιες επενδύσεις, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 2,4% σε ετήσια βάση, συμβάλλοντας στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,41 εκατοστιαίες μονάδες, από -0,07 της εκατοστιαίας μονάδας που ήταν στο προηγούμενο τρίμηνο.

Τρίτον, η ιδιωτική κατανάλωση, η οποία συνιστά περί το 70% του ΑΕΠ και αυξήθηκε κατά 1,2% σε ετήσια βάση, με αποτέλεσμα η συμβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης στην αύξηση του ΑΕΠ κατά 0,82 εκατοστιαίες

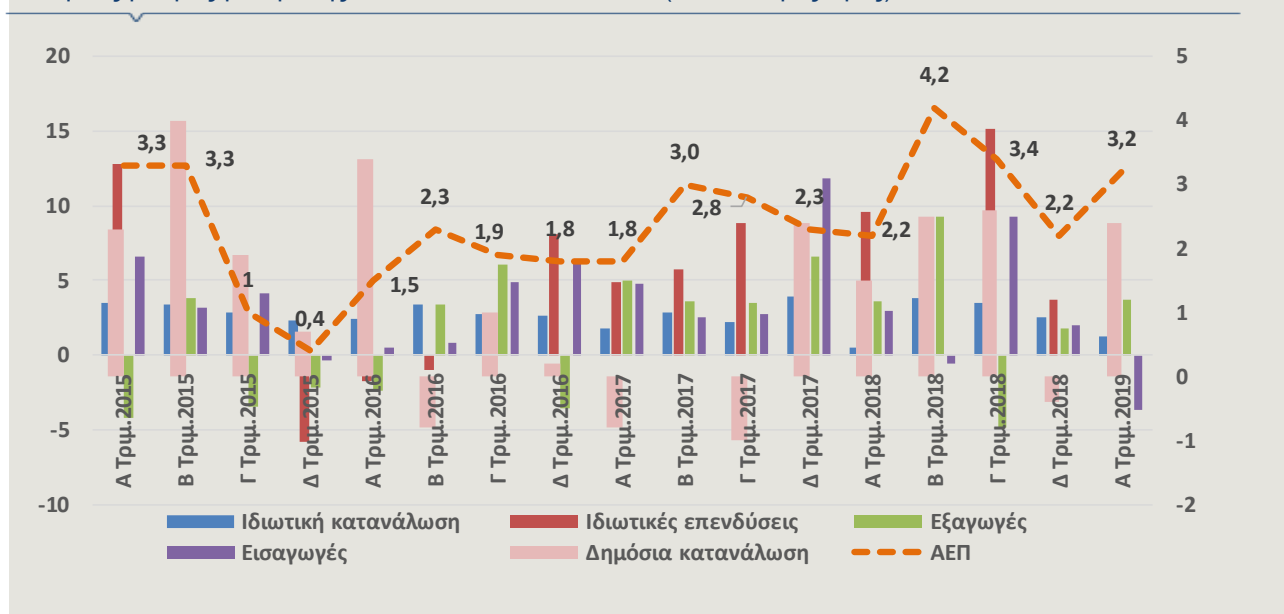
μονάδες από 1,66 εκατοστιαίες μονάδες που ήταν στο προηγούμενο τρίμηνο.

Στο πρώτο τρίμηνο του 2019, αυξημένη ήταν η συμβολή των ιδιωτικών επενδύσεων σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο αλλά μετεβλήθη η σύνθεσή τους υπέρ των επενδύσεων εκτός κατοικιών, καθώς η περικοπή των φορολογικών συντελεστών των επιχειρηματικών κερδών, έχει δημιουργήσει κίνητρα για επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Αντιθέτως, οι αγορές κατοικιών υποχώρησαν εξαιτίας της ανόδου των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων. Επιπροσθέτως, θετική ήταν η συμβολή των καθαρών εξαγωγών (+1,03 εκατοστιαίες μονάδες) στην οικονομική δραστηριότητα του πρώτου τριμήνου του 2019, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των εξαγωγών διαμορφώθηκε σε 3,7% (τέταρτο τρίμηνο 2018: +1,8%) ενώ των εισαγωγών μειώθηκε κατά 3,7% (τέταρτο τρίμηνο 2018: +2,0%). Η αύξηση των εξαγωγών στο δεύτερο τρίμηνο αποδίδεται στην επίσπευση της ζήτησης από την αλλοδαπή προκειμένου να αποφευχθεί ενδεχόμενη άνοδος των δασμών εξαιτίας των εμπορικών εντάσεων.

Στο πρώτο τρίμηνο του 2019, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών υποχώρησε στο 2,8% σε ετήσια βάση έναντι αύξησης 3,3% στο τέταρτο τρίμηνο του 2018. Υπενθυμίζεται ότι, το 2018, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 2,9%, από 2,2% το 2017. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Fed (Μάρτιος 2019), ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας θα υποχωρήσει στο 2,2% το 2019 και στο 2,0% το 2020.

ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Ετήσιος ρυθμός μεταβολής ΑΕΠ και συνιστωσών του (% , σταθερές τιμές)



Πηγή:
Bureau of
Economic
Analysis (BEA)

Ζώνη του Ευρώ (ΖτΕ)

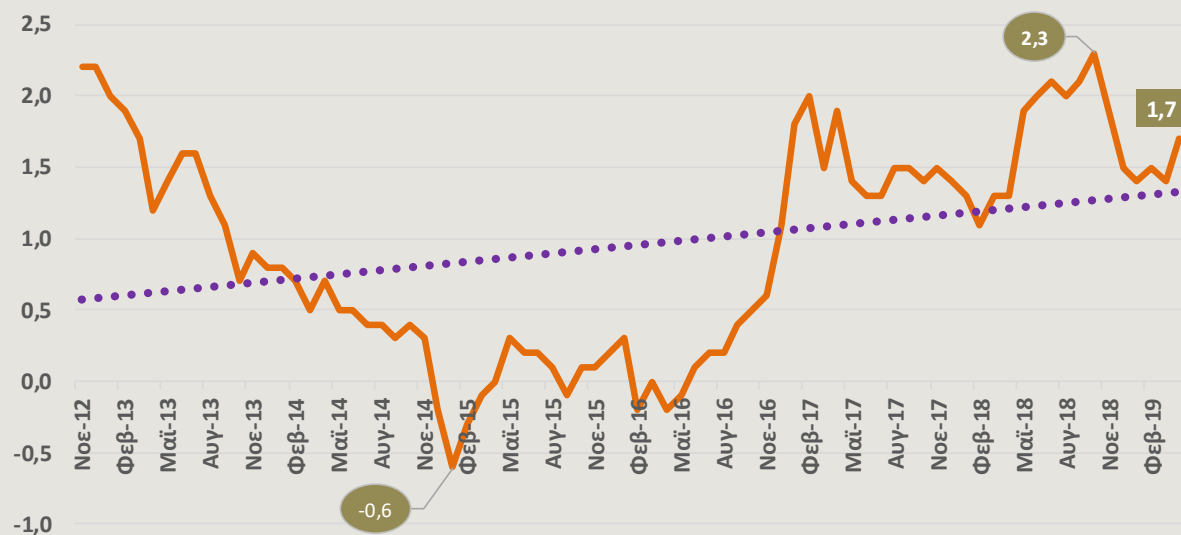
Πληθωρισμός

Σύμφωνα με την προσωρινή μέτρηση της Eurostat, ο πληθωρισμός τον Απρίλιο σε ετήσια βάση ανήλθε σε 1,7% από 1,4% τον Μάρτιο (Γράφημα 8). Η μέτρηση του Απριλίου είναι χαμηλότερη του στόχου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για διατήρηση του ετήσιου ρυθμού πληθωρισμού κάτω αλλά πλησίον του 2% μεσοπρόθεσμα στη ΖτΕ.

Η άνοδος του πληθωρισμού στην περιοχή του 1,7% προήλθε πρωτίστως από την ενίσχυση του ρυθμού μεταβολής των τιμών των υπηρεσιών - η οποία αντανάκλα τη δυναμική της εγχώριας ζήτησης - στο 1,9% σε ετήσια βάση, έναντι 1,1% τον Μάρτιο και δευτερευόντως από την αύξηση της μεταβολής των τιμών των βιομηχανικών αγαθών εκτός ενέργειας σε 0,2% από 0,1% που ήταν τον προηγούμενο μήνα. Επιπροσθέτως, τον Απρίλιο ο ρυθμός αύξησης των τιμών των τροφίμων-ποτών-καπνού, υποχώρησε στο 1,5% από 1,8% που ήταν τον Μάρτιο.

Σημειώνεται, ότι σύμφωνα με τη Eurostat οι τιμές της ενέργειας αναμένεται να σημειώσουν άνοδο για τέταρτο κατά σειρά μήνα, καθώς η τιμή του πετρελαίου διατηρείται σε υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα η άνοδος των τιμών της ενέργειας για το μήνα Απρίλιο προσδιορίζεται σε 5,4% από 5,3% που ήταν τον Μάρτιο. Η άνοδος της τιμής του πετρελαίου αποδίδεται στη μείωση της παραγωγής πετρελαίου που έχει αποφασίσει ο ΟΠΕΚ, στις κυρώσεις που έχουν επιβάλει οι ΗΠΑ σε Ιράν και Βενεζουέλα, καθώς και στην κλιμάκωση των συγκρούσεων που λαμβάνουν χώρα στη Λιβύη.

Ο δομικός πληθωρισμός (ΔΤΚ εξαιρουμένων των τιμών των τροφίμων και της ενέργειας) ενισχύθηκε τον Απρίλιο στο 1,2% από 0,8% που ήταν τον Μάρτιο. Επισημαίνεται ότι, ο δομικός πληθωρισμός αδυνατεί να εισέλθει σε ανοδική πορεία τα τελευταία τρία έτη, παρά τη διασταλτική νομισματική πολιτική που υιοθέτησε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), από τον Μάρτιο του 2015. Οι εκτιμήσεις των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ (Μάρτιος 2019) προβλέπουν ετήσιο πληθωρισμό στο 1,2% το 2019, στο 1,5% το 2020 και στο 1,6% το 2021.

ΓΡΑΦΗΜΑ 8
Εξέλιξη Εναρμονισμένου ΔΤΚ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)

 Πηγή:
Eurostat

ΑΓΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

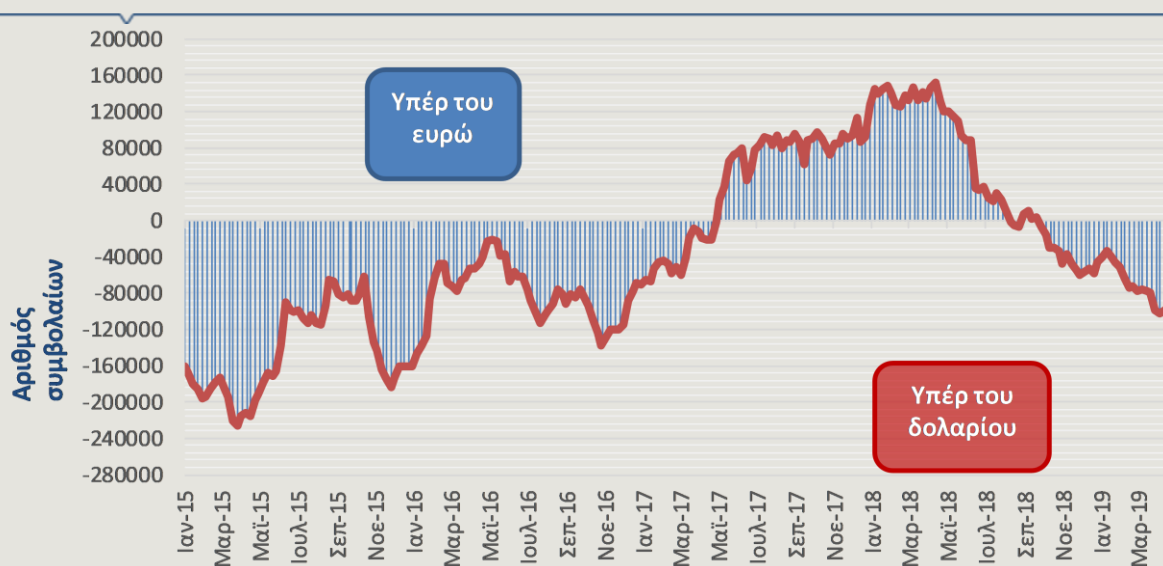
Ισοτιμίες

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χρηματιστηρίου του Σικάγου, οι συνολικές καθαρές τοποθετήσεις (αγορές μείον πωλήσεις) για μη εμπορικές συναλλαγές (specs) στο ευρώ την εβδομάδα που έληξε στις 30 Απριλίου μειώθηκαν κατά 100 συμβόλαια, με αποτέλεσμα οι συνολικές καθαρές θέσεις να διαμορφωθούν στα -105,5 χιλ. συμβόλαια από -105,4 χιλ. συμβόλαια που ήταν την προηγούμενη εβδομάδα (Γράφημα 9). Σημειώνεται ότι πρόκειται για τη δεύτερη κατά σειρά εβδομαδιαία μείωση που σημειώνεται από τις 16 Απριλίου.

Ευρώ (EUR/USD) ► Η ισοτιμία ευρώ-δολαρίου στις 9 Μαΐου στην Ευρώπη διαμορφωνόταν περί τα 1,1187 USD/EUR με αποτέλεσμα το ευρώ να σημειώνει από την αρχή του έτους, απώλειες έναντι του δολαρίου (-2,5%) ενώ διαπραγματεύεται υψηλότερα κατά 8,2% από το χαμηλό των τελευταίων 16 ετών, που κατέγραψε στις 3 Ιανουαρίου 2017 (\$1,0342).

Το ευρώ εμφανίζεται οριακά εξασθενημένο έναντι του δολαρίου, καθώς ξεκίνησε ένας νέος γύρος συνομιλιών μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας με στόχο την επίλυση των μεταξύ τους εμπορικών διαφορών. Η ανησυχία των επενδυτών ωστόσο εντάθηκε, μετά από μήνυμα του προέδρου των ΗΠΑ στα μέσα κοινωνικής δικτύωσης, ότι η Κίνα καταστρατηγεί τη συμφωνία, ζητώντας την επιβολή νέων δασμολογικών επιβαρύνσεων εναντίον της. Ιστορικά, το δολάριο επωφελείται όταν εκδηλώνονται έντονες ανησυχίες για την πορεία του παγκόσμιου εμπορίου.

Ελβετικό Φράγκο (CHF) ► Το ευρώ, σε εβδομαδιαία βάση, εμφανίζεται οριακά εξασθενημένο έναντι του φράγκου, κινούμενο στην περιοχή των 1,1394 φράγκων (9.5.2019). Το ευρώ, σημειώνει από την αρχή του έτους κέρδη έναντι του φράγκου της τάξης του 1,2%.

Specs θέσεις εναντίον (short) του ευρώ

 Πηγή:
CFTC, IMM

Βάσει των δημοσιευθέντων νομισματικών στοιχείων της ΤτΕλβετίας (SNB) την προηγούμενη εβδομάδα, εκτιμάται ότι δεν υπήρξε παρέμβαση της στην αγορά συναλλάγματος για αποτροπή ενίσχυσης του φράγκου, καθώς το ποσό των μετρητών που οι εμπορικές τράπεζες της Ελβετίας είχαν καταθέσει στη SNB, ανήλθε στα 577,67 δισ. φράγκα την εβδομάδα που έληξε στις 3 Μαΐου, έναντι 576,65 δισ. φράγκων που ήταν την εβδομάδα μέχρι και τις 30 Απριλίου.

Στερλίνα (GBP) ► Οι επενδυτές διατηρούν στάση αναμονής, καθώς βρίσκονται σε εξέλιξη οι συζητήσεις μεταξύ των δυο μεγαλύτερων πολιτικών κομμάτων του Ηνωμένου Βασιλείου, το Συντηρητικό και το Εργατικό, προκειμένου να υπάρξει κοινή πολιτική θέση για τη μελλοντική σχέση του Ηνωμένου Βασιλείου με την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Ωστόσο, πολλοί επενδυτές δεν κρύβουν την απογοήτευσή τους και θεωρούν ότι οι συζητήσεις δεν θα καταλήξουν σε κάποιο αποτέλεσμα μετά από δημοσίευμα που ήθελε τα δύο κόμματα να μην οδηγούνται σε συμφωνία. Το κλίμα για τη στερλίνα επιβαρύνεται, καθώς εντείνονται οι πιέσεις για αποχώρηση από την πρωθυπουργία της Theresa May. Στο ενδεχόμενο αυτό η κατάσταση περιπλέκεται περισσότερο, καθώς οι πιθανοί αντικαταστάτες της είναι υπέρ μια αποχώρησης από την ΕΕ χωρίς συμφωνία (hard Brexit). Η διαπραγματευτική θέση των δυο μεγάλων κομμάτων αποδυναμώνεται μετά την απόφαση της κυβέρνησης να συμμετάσχει στις επερχόμενες ευρωεκλογές της 26^{ης} Μαΐου.

Η στερλίνα στις 9 Μαΐου κατέγραφε σταθεροποιητική τάση τόσο έναντι του δολαρίου-ΗΠΑ (1,2976 USD/GBP), όσο και έναντι του ευρώ (0,8630 GBP/EUR). Σημειώνεται, ότι από την αρχή του έτους, η στερλίνα καταγράφει κέρδη 4,1% έναντι του ευρώ και 1,8% έναντι του δολαρίου.

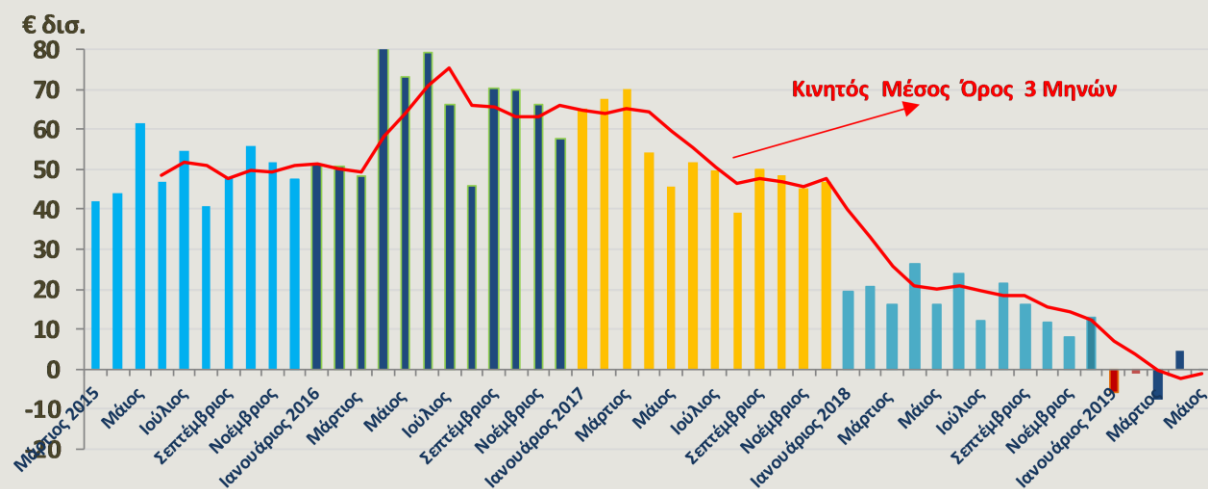
Σωρευτικά η στερλίνα από την ημέρα διεξαγωγής του δημοψηφίσματος της 23ης Ιουνίου 2016, έχει διολισθησει κατά 12,3% έναντι του δολαρίου και κατά 12,4% έναντι του ευρώ. Σε επίπεδο ανάληψης επενδυτικού κινδύνου, το ασφάλιστρο κινδύνου (CDS-Credit Default Swaps) πενταετούς διάρκειας διαμορφωνόταν στις 7 Μαΐου στα 28,2 bps από 28,7 bps που ήταν στις 30 Απριλίου.

Αγορές ομολόγων – Χαρτοφυλάκιο κρατικών ομολόγων Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τραπέζης (ΕΚΤ)

Η αξία του χαρτοφυλακίου κρατικών ομολόγων της ΕΚΤ (Γράφημα 10) που έχει προέλθει από την εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE) για την εβδομάδα μέχρι τις 3 Μαΐου, διαμορφωνόταν στα € 2.091 δισ. και ο μέσος εβδομαδιαίος όρος αγοραπωλησιών από την έναρξη του προγράμματος στα € 9,8 δισ. Η ΕΚΤ προέβη σε πωλήσεις καλυμμένων ομολόγων, αξίας € 427 εκατ. και Asset-Backed Securities αξίας € 40 εκατ. Επιπροσθέτως, η ΕΚΤ την περασμένη εβδομάδα πραγματοποίησε αγορές εταιρικών και ασφαλιστικών ομολογιακών τίτλων αξίας €84 εκατ. ενώ η συνολικά αξία του εν λόγω χαρτοφυλακίου διαμορφώθηκε στα € 178 δισ.

ΓΡΑΦΗΜΑ 10

Εξέλιξη αγοραπωλησιών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Alpha Bank

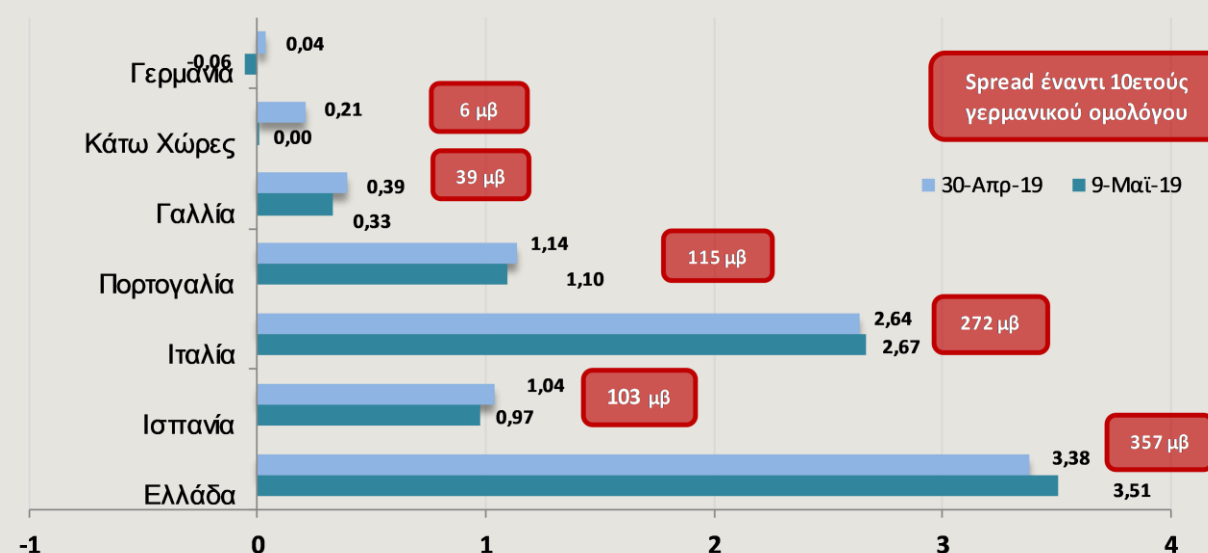
Στην Ελληνική αγορά ομολόγων, το εύρος τιμών αγοράς του 10ετούς κρατικού ομολόγου λήξης 12 Μαρ. 2029 με κουπόνι 3,875%, διαμορφωνόταν στις 9 Μαΐου μεταξύ 102,96-103,60 ήτοι απόδοση 3,43%-3,51%. Μικτή η εικόνα στην αγορά ομολόγων της Ευρωζώνης. Το αγοραστικό ενδιαφέρον συγκεντρώνουν νέες εκδόσεις σε Ιρλανδία και Ισπανία ενώ προβληματισμός επικρατεί για τη στάση που θα ακολουθήσει η κυβέρνηση της Ιταλίας σχετικά με την πιθανότητα υπέρβασης του δημοσιονομικού κανόνα της ΕΕ. Αρνητικά επιδρά στην αγορά ομολόγων η απόφαση της εταιρίας διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων Black Rock να αποσύρει το ενδιαφέρον της στο πρόγραμμα διάσωσης συνολικού ύψους €720 εκατ. της προβληματικής τράπεζας Banca Carige.

Η διαφορά αποδόσεως μεταξύ του 10ετούς της Ελλάδας και του ομολόγου της Γερμανίας (spread) ανήλθε στις 357 μονάδες βάσεως. Παράλληλα, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου της Γερμανίας, ως σημείο αναφοράς του κόστους δανεισμού της Ζώνης του Ευρώ, υποχώρησε στο -0,06% (Γράφημα 11).

Το 10ετές ομόλογο της Πορτογαλίας στις 9 Μαΐου κατέγραφε απόδοση 1,10%, της Ισπανίας 0,97% και της Ιταλίας 2,67%. Η διαφορά απόδοσης του 10ετούς Πορτογαλικού ομολόγου σε σχέση με την αντίστοιχη του Γερμανικού, ανήλθε στις 113 μ.β. ενώ του 10ετούς Ιταλικού ομολόγου ανήλθε στις 272 μ.β. Η απόδοση του 10-ετούς ομολόγου των ΗΠΑ διαμορφωνόταν στο 2,45% στις 9 Μαΐου.

ΓΡΑΦΗΜΑ 11

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων (%) και spreads έναντι 10ετούς γερμανικού ομολόγου



Πηγή: Reuters, Alpha Bank

Η Ελληνική Οικονομία σε Αριθμούς

Ετήσια στοιχεία	2014	2015	2016	2017	2018
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)	0,7	-0,4	-0,2	1,5	1,9
Ιδιωτική Κατανάλωση	0,6	-0,2	0,0	0,9	1,1
Δημόσια Κατανάλωση	-1,4	1,6	-0,7	-0,4	-2,5
Ακαθάριστες Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	-4,7	0,7	4,7	9,1	-12,2
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	7,7	3,1	-1,8	6,8	8,7
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	7,7	0,4	0,3	7,1	4,2
Γενικός Δκτ Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος έτος)	-1,3	-1,7	-0,8	1,1	0,6
Ανεργία (% , μέσο έτος)	26,5	24,9	23,5	21,5	19,3
Πρωτογενές Ισοζύγιο της Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ) *	0,3	-2,1	3,7	3,9	4,4
Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	178,9	175,9	178,5	176,1	181,1
Ισοζύγιο Τρεχ. Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-1,6	-0,8	-1,7	-1,8	-2,9

Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας	2018	2018			2018-2019
		Q2	Q3	Q4	Τελευταία διαθέσιμη περίοδος
Οικονομική Δραστηριότητα (% ετήσια μεταβολή)					
Όγκος Λιανικού Εμπορίου (εκτός καυσίμων και λιπαντικών)	1,7	2,5	3,1	0,2	-3,8 (Ιαν.-Φεβ.)
Νέες εγγραφές Επιβατηγών Αυτοκινήτων	25,8	28,3	20,8	14,5	8,5 (Ιαν.-Απρ.)
Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα (όγκος σε χιλ. m ³)	21,3	24,2	20,3	38,9	-17,5 (Ιαν.-Φεβ.)
Βιομηχανική Παραγωγή: Μεταποίηση	2,0	1,6	2,7	2,0	1,7 (Ιαν.-Μαρ.)
Δείκτες Προσδοκιών					
Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών PMI στη μεταποίηση	54,1	53,5	53,7	53,6	56,6 (Απρ.)
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	102,1	102,8	103,4	100,8	100,3 (Απρ.)
Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στη Βιομηχανία	102,8	102,7	105,7	97,7	104,4 (Απρ.)
Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτών	-44,0	-48,7	-44,7	-32,6	-30,9 (Απρ.)
Πιστωτική Επέκταση, (% ετήσια μεταβολή, τέλος περιόδου)					
Ιδιωτικός Τομέας	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-0,6 (Μαρ.)
Επιχειρήσεις (μη χρηματοπιστωτικές)	0,3	-0,7	-0,3	0,3	1,6 (Μαρ.)
- Βιομηχανία	-0,6	1,0	2,1	-0,6	0,7 (Μαρ.)
- Κατασκευές	-0,4	-2,1	-2,4	-0,4	-0,2 (Μαρ.)
- Τουρισμός	3,6	3,1	3,5	3,6	4,3 (Μαρ.)
Νοικοκυριά	-2,2	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3 (Μαρ.)
- Καταναλωτικά Δάνεια	-0,8	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7 (Μαρ.)
- Στεγαστικά Δάνεια	-2,8	-3,0	-2,9	-2,8	-2,9 (Μαρ.)
Τιμές και Αγορά Εργασίας					
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, (% ετήσια μεταβολή, μέσος περιόδου)	0,6	0,5	1,0	1,1	1,0 (Απρ.)
Δείκτης Τιμών Διαμερισμάτων, (% ετήσια μεταβολή)	1,5	1,0	2,1	2,5	2,5 (Δ' τρίμηνο)
Ανεργία (%)	19,3	19,4	18,9	18,3	18,5 (Φεβ.)
ΑΕΠ (% ετήσια μεταβολή, σταθερές τιμές 2010)	1,9	1,5	2,1	1,6	1,6 (Δ' τρίμηνο)
Ιδιωτική Κατανάλωση	1,1	1,3	1,1	1,1	1,1 (Δ' τρίμηνο)
Δημόσια Κατανάλωση	-2,5	-3,9	-4,5	-1,4	-1,4 (Δ' τρίμηνο)
Επενδύσεις	-12,2	19,2	-23,0	-27,2	-27,2 (Δ' τρίμηνο)
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	8,7	9,2	7,1	10,6	10,6 (Δ' τρίμηνο)
Εισαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	4,2	2,8	15,6	2,0	2,0 (Δ' τρίμηνο)

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, ΕΛΣΤΑΤ, ΙΟΒΕ, IHS Markit

* Χωρίς την επίπτωση της υποστήριξης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

¹ Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινόμησεις και μεταβιβάσεις δανείων/εταιρικών ομολόγων, οι διαγραφές, καθώς και οι συναλλαγματικές διαφορές. Από τον Δεκέμβριο του 2016, δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων, λόγω αναταξινόμησής του από το χρηματοπιστωτικό τομέα στον τομέα της Γενικής Κυβέρνησης.

² Οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής και οι καθαρές ροές υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη οι αναταξινόμησεις και οι συναλλαγματικές διαφορές. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, από τον Δεκέμβριο του 2016, στα στοιχεία των καταθέσεων δεν περιλαμβάνονται τα στοιχεία του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων λόγω αναταξινόμησής του από τον χρηματοπιστωτικό τομέα στον τομέα της Γενικής Κυβέρνησης.

³ Εξαιρουμένου των τιμών διατροφής και ενέργειας.

Το παρόν δελτίο εκδίδεται από την Alpha Bank και έχει αποκλειστικά ενημερωτικό χαρακτήρα. Οι πληροφορίες που περιέχει προέρχονται από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες αλλά δεν έχουν επαληθευτεί από την Alpha Bank και αποτελούν έκφραση γνώμης βασισμένη σε διαθέσιμα δεδομένα μιας συγκεκριμένης ημερομηνίας. Το παρόν δεν αποτελεί συμβουλή ή σύσταση ούτε προτροπή για την διενέργεια οποιασδήποτε συναλλαγής και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι ενός εκάστου των δυνητικών ή/και υφιστάμενων πελατών και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση που εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ' αυτά. Επίσης δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα με τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων. Η Alpha Bank δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί ή να αναθεωρεί το δελτίο αυτό ούτε να προβαίνει σε ανακοινώσεις ή ειδοποιήσεις σε περίπτωση που οποιοδήποτε στοιχείο, γνώμη, πρόβλεψη ή εκτίμηση που περιέχεται σε αυτό μεταβληθεί ή διαπιστωθεί εκ των υστέρων ως ανακριβής. Τυχόν δε προβλέψεις επί του παρόντος δελτίου για την πορεία των αναφερόμενων σε αυτό οικονομικών μεγεθών αποτελούν εκτιμήσεις της Alpha Bank βασισμένες στα δεδομένα που περιλαμβάνονται στο δελτίο. Η Alpha Bank και οι θυγατρικές της, καθώς επίσης τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τα στελέχη και οι υπάλληλοι αυτών δεν παρέχουν καμία διαβεβαίωση ούτε εγγυώνται την ακρίβεια, την πληρότητα και την ορθότητα των πληροφοριών που περιέχονται και των απόψεων που διατυπώνονται στο παρόν ή την καταλληλότητά τους για συγκεκριμένη χρήση και δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιανδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία θα μπορούσε τυχόν να προκύψει σε σχέση με οποιανδήποτε χρήση του παρόντος και των πληροφοριών που περιέχει εν όλω ή εν μέρει. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση αυτού του δελτίου ή τμήματός του πρέπει υποχρεωτικά να αναφέρει την Alpha Bank ως πηγή προελεύσεώς του